

大陆与香港 — 消息快报

成商集团 11 年 3 季度点评

刘都

成商集团(600828.SS/人民币 10.60, 买入)3 季度单季度实现销售收入 4.23 亿元, 同比增长 13.1%, 低于市场预期, 前 9 个月实现销售收入 14.55 亿元, 同比增长 21%。息税前净利润 3 季度单季度为 3,500 万元, 与去年同期基本持平, 而前 9 个月为 1.53 亿元, 同比增长 31%。公司扣非后归属于母公司股东净利润 3 季度为 3,100 万元, 同比增长 24%, 前 9 个月为 1.4 亿元, 同比增长 66%, 折合每股收益 0.316 元。

销售增速低于预期最主要的原因是公司超市业务几乎无增长, 而单季度来看, 百货业务尚可, 盐市口店百货业务增长接近 10%, 前 9 个月增长超过 13%, 绵阳兴达店和临园店增长均超过 20%, 南充五星店增长 11%, 模范街店 10 月份当月已经盈亏平衡, 我们预计该店今年将大幅减亏。

从目前状况来看, 国庆至今销售增长 20%多, 较 3 季度已经大为改善。其中盐市口店 10 月份增长 30%, 有效拉动了集团总体销售增速。

公司 3 季度毛利率为 23.8%, 较去年同期的 24.3%下降了 0.5 个百分点, 基本维持稳定。黄金珠宝销售占比的提高是导致毛利率略降的主要原因, 其占比由去年同期的 22.6%上升到今年的 26.3%。

今年 3 季度费用率上升 0.9 个点至 13.9%。费用上升重要的原因是当季度开始将菏泽店纳入报表, 而菏泽店重装导致亏损 270 万元。如果我们剔除该因素影响, 公司的费用率仍然是下降的。我们认为公司物业自有较多的特点为公司抵御长期租金上升的压力提供很好的屏障。

毛利率下降和费用率上升导致公司息税前利润率下降至 8.5%, 而去年同期为 9.6%。

如我们所预期, 报告期内由于盐市口二期项目及茂业中心项目工程投入约 9,000 万元, 公司新增长期借款 2 亿元及短期借款 3,000 万元。公司财务费用单季度增长 39%达到 900 万元。

公司单季度净利润在销售增长较弱的状况下尚能增长24%的主要原因是由于投资收益增长。投资收益增加的主要原因是报告期公司根据太平洋提出的仲裁请求及合作企业成都高厦太平洋百货2011年的财务预算数，暂确认收益1,400万元左右，待仲裁机构对该案作出裁决后，再根据仲裁结果予以调整。3季度单季度投资收益构成如下：(1)原本年租金2,600万元的1/4即650万元，(2)太平洋年度净利润7,400万元之50%给予成商集团，三季度单季度以单季度利润占下半年利润之比40%计即 $7,400 \times 50\% / 2 \times 40\% = 740$ 万元。两项加总3季度单季度该项投资收益确认1,390万元。

而4季度因为单季度利润占下半年利润之比较3季度高，即占比60%，我们也可以计算出4季度单季度投资收益约为1,760万元。

影响今年业绩增速不确定因素在于九眼桥拆迁所产生的费用。我们将跟踪此项进展，在我们盈利预测中暂时没有加以考虑。

展望明年，我们预期茂业中心和盐市口2期分别将于2012年5月份和10月份开业。按照这两个项目投资分别为4亿元左右的估算，两个门店年均折旧摊销(40年)各自约为1,000万元，具体到明年则分别为580万元和333万元左右。同时明年随着2家门店开业利息资本化将结束，由此将产生利息费用的增加。

我们对今年四季度公司经营状况相对于市场乐观，维持我们原有对2011-2013年的盈利预测分别为0.488、0.608和0.779元。维持买入评级。

图表 1. 公司 3 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	10 年 3 季度	11 年 3 季度	同比变动(%)
主营业务收入	374	423	13.1
营业税收及附加	(7)	(7)	(4)
主营净收入	367	416	13
主营业务成本	(283)	(322)	14
毛利润	84	94	12
销售费用	(42)	(51)	22
管理费用	(7)	(8)	18
息税前利润	35	35	(0)
非经常性损益	0	2	293
投资收益	6	14	144
净财务费用	(6)	(9)	39
利润总额	35	42	20
所得税	(10)	(10)	(1)
税后净利润	25	33	28
少数股东损益	0	0	56
归属于股东的净利润	26	33	28
扣非净利润	25	31	24
扣非每股盈利(元)	0.058	0.072	
盈利能力(%)			
主营业务毛利率	24.3	23.8	
息税前利润率	9.6	8.5	
税前利润率	9.6	10.1	
净利润率	6.9	7.5	

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 2. 公司前 9 个月业绩摘要

(人民币, 百万)	10 年前 9 个月	11 年前 9 个月	同比变动(%)
主营业务收入	1,207	1,455	21
营业税收及附加	(19)	(24)	27
主营净收入	1,188	1,431	20
主营业务成本	(927)	(1,115)	20
毛利润	261	316	21
营运费用	(144)	(163)	13
息税前利润	117	153	31
非经常性损益	13	2	(86)
投资收益	22	49	128
净财务费用	(20)	(23)	17
利润总额	132	181	37
所得税	(40)	(41)	2
税后净利润	91	140	53
少数股东损益	1	0	(81)
归属于股东的净利润	92	140	52
扣非净利润	83	139	66
扣非每股盈利(元)	0.189	0.316	
盈利能力(%)			
主营业务毛利率	21.6	21.7	
息税前利润率	9.7	10.5	
税前利润率	10.9	12.4	
净利润率	6.9	9.5	

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371